

寫在聯匯三十年

1983年10月17日，香港開始實施聯繫匯率制度，至今已三十年。金融管理局總裁陳德霖昨日在金管局網頁內發表題為《寫在聯匯三十年》的文章。在文中，陳德霖重申，香港毋須亦無意改變聯繫匯率制度。以下為全文內容：

1983年推出 平息危機

1、1983年的香港經歷了一個躁動和不安的夏天。當時中英雙方就香港前途進行數輪談判後，投資者對於1997年香港的前途問題感到憂慮，股市的恆生指數從7月的高位1,102點急跌超過30%至9月底的758點。市民對港元失卻信心，紛紛拋售港元換取美元。當時港元已經以浮動匯率制度運行了九年，港元匯率從1983年初的6.5港元兌1美元，急劇貶值至差不多10港元兌1美元。當時香港已形成了貨幣和金融危機。我仍然清楚記得在30年前的一個傍晚，我下班回家，見到屋邨內一家大型超市被市民圍困包圍，因為他們對港元的信心已近乎崩潰，所以趕緊將口袋的港元現鈔換成日用品，以免港元持續貶值下招致更大損失。超市的食品、廁紙等等因而很早便被搶購一空。這種貨架無貨可買的情景令市民更加擔心，不肯離開，直至超市連夜以卡車運來大量補給供市民購買，人龍才逐漸散去。其後香港政府在1983年10月17日推出聯繫匯率制度，將港元兌美元的匯率固定在7.8的水平，港元的信心危機才逐漸平息。1983年夏天發生的這些事情，我相信年輕一些的市民大概沒有甚麼印象。

制度無完美 有利有弊

2、現在有人提出，聯繫

匯率是在這麼久以前香港出現重大危機時推出的應急措施，實行了30年，已經完成歷史任務，應該是時候考慮換一個新的匯率制度了。當然亦有人認為聯繫匯率制度有重大缺點，主要是香港沒有主動制訂港元利率的自主能力，不能像使用浮動匯率制度的經濟體，可以藉調控利率去遏抑本地通脹。有人更認為因為近年美元偏弱，聯繫匯率是造成香港樓市泡沫的元兇，所以特區政府應該考慮採用其他的匯率制度，例如與人民幣掛鈎，或乾脆採用浮動匯率制度。

資金流頻繁 適合「有錨」

3、首先，我要指出世上並沒有一種完美的貨幣和匯率制度。聯繫匯率制度有很多優點，但亦有其缺點。當大家分析聯繫的利弊時，要明白香港的聯繫匯率制度並不是一個單純的保持匯率穩定的機制。香港實行的是貨幣發行局 (currency board) 制度，也就是經濟學者所指的「有錨」貨幣。在第二次世界大戰後30年間，國際主要貨幣都是與美元有固定匯率，而美國政府保證每35美元可以換取1安士黃金，這就是「半」金本位制度，亦即「有錨」貨幣制度。但在上世紀60年代末，美國財政入不敷支，經常帳不斷惡化並最後轉為赤字，其貿易夥伴將手上的美元以固定價格換取黃金，以致美國政府無法維持以官方兌換率提供黃金，所以於1971年取消半金本位制度，世界自此便進入一個「信用」貨幣 (fiat money) 的年代。美國及其他主要發達國家可以採用浮動匯率及以信用貨幣為基礎的貨幣制度，是基於其國際貿易、金融系統和儲備貨幣的規模和重要性。但小型新興經濟體則不一樣，尤其香港是區內的國際商貿及金融中心，大額貿易及資金不斷流進流出，使用「有錨」貨幣制度，也就是說我們的貨幣由一種主要國際儲備貨幣支持，會令大家對港元信心增強，減低重現像1983年對貨幣失去信心危機的風險，亦有助香港發展國際金融中心的地位。

交易最常用 首選美元

4、但如果使用「有錨」貨幣發行制度，甚麼是最適合的「錨」呢？1983年無疑只有一個選擇：美元。就算直到現在，美元仍然是國際貿易與金融交易中最常用的貨幣。美國和以美元計價的金融市場無論在深度、廣度及流通性方面都是全球之冠。另外，美國聯儲局維持美國低通脹率超過30

年，在維持價格穩定方面有高公信力。同時，香港作為國際商貿及金融中心，經濟周期的波動和金融環境很大程度上受全球經濟及金融環境所影響。而最近美國聯儲局表示將減少買債，導致全球金融市場震盪，全球債息急升，以及新興市場貨幣大幅貶值及資金外流，都足以顯示美國的貨幣政策對全球經濟及金融市場的影響力，無遠弗屆。

改人幣掛鈎 言之尚早

5、現在香港已經回歸，中國成為全世界第二大經濟體，人民幣又已經開始國際化，那麼香港是否應該捨美元而改與人民幣掛鈎呢？我過去多次說明，考慮港元和人民幣掛鈎的幾個主要先決條件仍未存在。最明顯的是港元一定要與作為「錨」的貨幣可以完全自由和大量地兌換，才可以提供信心保證和維持匯率穩定的基礎。香港現時約有3千多億美元等值的外匯儲備，主要持有美元資產，如果換成人民幣，單是外匯基金就要持有近2萬億元人民幣的儲備，遠超現時離岸市場流通的人民幣資產總量。所以在人民幣未能完全自由兌換和內地資本賬未完全開放的情況下，考慮將其作為港元的「錨」貨幣是言之尚早。

浮動匯率制 潛在危機

6、另外有些人認為採用固定匯率制度，便要放棄制定利率自主權，沒有工具調控通脹，並不可取，所以香港應該考慮採用浮動匯率制度。在此我想指出，在太平盛世之時，採用浮動匯率制度可能問題不大，但在動盪時期，一些像香港這樣的小型對外開放經濟體系和國際金融中心，就隨時可能會出現一種惡性循環——信心不足，資金外流，港元大幅貶值，信心崩潰，金融體系受壓，最終形成系統性金融危機。

闖大小難關 全靠聯匯

7、大家只要回顧一下，過去30年，香港度過了大大小小的難關，包括在1997年的亞洲金融風暴、2008年的全球金融危機和最近的歐債危機。每次香港出現動盪的時候，聯繫匯率制度都發揮了無可替代的功用，成為香港的貨幣和金融體系穩定的基石。

8、有人認為近年美國因進行量化寬鬆，亦即「印鈔票」，而令到美元不斷貶值，港元受到拖累，以致通脹高企和樓市過熱。有論者認為香港如果轉用浮動匯率，這些問題就可迎刃而解。我不認同這看法，因為理論和實踐可能有很大差距。過去幾年，在全球量化寬鬆的情況下，資金大量流入新興經濟體系。如果香港使用浮動匯率，就可能要加息去遏抑通脹和資產泡沫，那麼必然

引來更多資金，包括一些國際「大鱷」來「炒作」港元，既想炒港元升值，又可套高息。但當美國開始退市之時，國際資金必然會撤走，屆時港元又會大幅貶值，資產價格大跌，金融市場反覆難料。事實上，這正是一些採取浮動匯率制度的較大型新興經濟體所面對的難題。

若掛鈎人幣 減競爭力

9、另外，我想談一下港元匯率和香港競爭力的關係。大家都明白，港元越強，對外的購買力就越高，從進口消費品和市民出外旅遊來看，這是好事。但對於香港貨物和服务出口，這可能是壞事，因為對我們的貿易夥伴來說香港的貨品和服务會變得太貴。從理論層面看，一種貨幣兌換外幣的匯率升跌遠來說是受到生產力增長速度差異影響。舉一個例，日本在戰後經歷經濟起飛，生產力增長比貿易夥伴快得多，所以日圓匯率從1970年代開始持續升值。其後因為超級泡沫爆破，日本經濟裹足不前，日圓匯率就變成浮浮沉沉。而中國因生產力增長持續較其他主要國家為快，人民幣兌主要貿易夥伴的一籃子貨幣自2005年7月匯改以來升值了30%左右（兌美元則升了35%）。中國內地作為一個新興經濟體，生產力在相當長的時間內可以保持較快的增長，假若香港與人民幣掛鈎，將大大削弱香港出口和整體經濟的競爭力。由於香港的勞動生產力增長率較內地慢得多（我們估算過去10年香港平均每年增長約3%至4%，而內地的增長率則接近10%），屆時香港可能要經歷減薪和通縮之苦，才可恢復競爭力。所以在國際上，很多國家對本身貨幣持續或過分升值十分擔憂，例如瑞士，面對資金不斷流入的壓力，瑞士中央銀行在2011年9月設定了匯率上限，確保瑞士法郎兌歐元不會強於1.20水平。

聯匯適合港 毋須轉換

10、貨幣制度和貨幣經濟學是一門頗難的學問，很難用淺白的語言去解說。所以我隨本文附錄一些關於聯繫匯率常見的問題和答案，希望用較簡單的方法去帮助大家多了解這制度。要知道一個經濟體系的貨幣發行制度乃是所有社會和經濟活動的根基，一定要小心從事，不可輕言變更，更忌左搖右擺，否則可能導致災難性的結果。香港的聯繫匯率制度在過去30年的實踐證明是行之有效，是維持香港貨幣金融體系穩定的基石。這制度不是十全十美，我們不斷反覆研究和思量其他不同方案，但結論是聯繫匯率制度仍然是最合適香港的選擇。這亦是國際貨幣基金組織 (IMF) 一直以來的結論。所以我在此重申，香港毋須亦無意改變聯繫匯率制度。(完)



陳德霖發表題為《寫在聯匯三十年》的文章，重申香港毋須亦無意改變聯繫匯率制度。

金杯大海獅
新 概念 商 旅 車

金杯
JINBEI

大成於商 勢領鋒芒
金杯大海獅L領航版澎湃上市

3TZ(2.7L)VVT汽油發動機
★★連續16年輕客銷量領先★★

金杯大海獅L領航版，內載全新2.7L汽油發動機，強勁高效；超大內部空間配備9-14席可調座椅，寬適可變；同時更集大氣外觀、迅捷響應於一身，成就多功能商旅用車新典範！

靈敏操縱 駕控自如
整車輕量化設計

寬朗空間 靈活多變
1880mm寬大車艙

堅固車身 安全保障
一體化車身設計

Brilliance Auto | 一路有我 華晨金杯

客戶服務熱線：400-818-8333 網址：www.jinbei.com